

О- 795701

На правах рукописи



Мосейко Дмитрий Викторович

**РАЗВИТИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ВЕНЧУРНЫХ ФОНДОВ КАК
ЭЛЕМЕНТОВ ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОЙ
ИННОВАЦИОННОЙ СИСТЕМЫ**

**08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(управление инновациями)**

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Волгоград – 2011

Работа выполнена в Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Волгоградский государственный университет».

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор
Иншакова Елена Ивановна.

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Яшин Николай Сергеевич;
кандидат экономических наук
Коробов Сергей Александрович.

Ведущая организация – ФГБОУ ВПО «Кубанский государственный университет».

Защита состоится 27 декабря 2011 г. в 10.00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.029.04 при ФГБОУ ВПО «Волгоградский государственный университет» по адресу: 400062, г. Волгоград, пр. Университетский, 100, ФГБОУ ВПО «Волгоградский государственный университет», ауд. 4-01 «А».

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВПО «Волгоградский государственный университет».

Автореферат разослан 25 ноября 2011 г.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000790676

Ученый секретарь диссертационного совета,
кандидат экономических наук, доцент

И.Д. Аникина

Актуальность темы исследования. Анализ деятельности российских венчурных фондов показывает, что отечественный бизнес постепенно осваивает общепринятые в мировой практике подходы к венчурному инвестированию малых и средних инновационных предприятий. Во многих регионах созданы венчурные фонды, однако далеко не в каждом из них налажен эффективный механизм функционирования, особенно в вопросах управления венчурным капиталом. Между тем самой перспективной сферой венчурного инвестирования остается региональная система малого и среднего инновационного предпринимательства. Прежде чем вкладывать финансовые средства в венчурный проект, управляющей компании венчурного фонда целесообразно определить степень его инновационности, защищенности интеллектуальной собственности, а также финансовой управляемости инновационных предприятий.

В качестве базового механизма управления венчурным фондом необходимо рассматривать организационно-финансовый механизм его управления. Деятельность венчурного фонда нередко сопряжена с формированием большого количества внутренних и внешних финансовых и организационных отношений между управляющей компанией венчурного фонда и инвестируемыми предприятиями. При этом владельцам инвестиционных паев венчурного фонда требуется исчерпывающая информация о его функционировании и состоянии. Практический опыт деятельности крупных зарубежных венчурных фондов свидетельствует о том, что эффективный механизм управления позволяет им функционировать как отлаженным хозяйственным организмам, способствуя достижению высокой доходности самого венчурного фонда и рентабельности инвестируемых компаний.

Таким образом, актуальность и практическая значимость диссертационного исследования обусловлены необходимостью разработки и внедрения эффективного механизма управления российскими венчурными фондами.

Степень разработанности проблемы. Теоретические и практические аспекты функционирования венчурных фондов и формирования национальной инновационной системы с разной степенью полноты раскрыты в трудах И. Альтшулера, В. Алипова, Ю. Аммосова, А. Балабана, А. Бандурина,

М. Бунчука, С. Валдайцева, А. Галицкого, П. Гулькина, А. Дагаева, В. Игнатова, А. Каржаува, А. Капирина, С. Коробова, Г. Кузина, Н. Лебедевой, М. Лукьянчук, Д. Мысякова, А. Никконен, Г. Овчаренко, С. Орехова, О. Осипенко, И. Пантиной, Л. Перекрестовой, Н. Ребельского, Ю. Рубина, А. Семенова, Р. Фатхутдинова, В. Фирсова, А. Фоломьева, Н. Фонштейна, А. Шалаева, Н. Яшина и др.

Особенности процесса венчурного инвестирования исследованы в работах, И. Агафоновой, А. Альгина, М. Бродского, А. Бурова, С. Валдайцева, В. Глазунова, М. Грачевой, А. Дягилева, С. Жизнина, Р. Карапетяна, Г. Клейнера, А. Кочеткова, М. Лапусты, Л. Мирзаханяна, Д. Морозова, Ю. Осипова, С. Сидоренко, Б. Райзберга, В. Ротаря, Л. Шаршуковой, А. Шмарова и др.

Для России полезен зарубежный опыт формирования механизма венчурного инвестирования, нашедший отражение в трудах Дж. Бартлетта, К.А. Бовайерда, З. Блока, Д. Бэйли, Дж.Гитмана, Д. Гледстоуна, П. Гомперса, А. Дамодарана, Дж. Кохрейна, К. Кембелла, И. Макмиллана, Г. Марковица, М. Лонга, Дж. Тобина, Г. Фрида, Р. Хизрича, Б. Хилла, Д. Холла, С. Хофера, У. Шарпа.

Однако, несмотря на большое количество работ, посвященных организации работы венчурных фондов, существует необходимость более глубокого изучения механизма управления венчурными фондами, прежде всего с учетом российской специфики их функционирования. Вместе с тем, результаты научных исследований большинства перечисленных ученых послужили базой при обосновании автором содержания механизма управления венчурными фондами в России.

Соответствие темы диссертации требованиям Паспорта специальности ВАК. Исследование выполнено в рамках специальности 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством (управление инновациями)»: п. 2.11. «Определение направлений, форм и способов перспективного развития инновационной инфраструктуры. Принципы проектирования и организации функционирования инновационных инфраструктур на микро-, мезо- и макроуровнях», п. 2.17. «Развитие теории, методологии и методов венчурного инвестирования научно-технического и организационного обновления хозяйственных систем», п. 2.13. «Разработка и совершенствование институциональных форм, структур и систем управления

инновационной деятельностью. Оценка эффективности инновационной деятельности» Паспорта специальностей ВАК Министерства образования и науки России (экономические науки).

Недостаточная изученность, актуальность, теоретическая и практическая значимость разработки механизма управления венчурными фондами в российских условиях определили выбор темы, постановку цели и задач исследования.

Цель исследования – обоснование роли венчурных фондов в инвестировании венчурных инновационных компаний и разработка эффективного механизма управления венчурными фондами как важными инфраструктурными элементами инновационной системы России.

Осуществление поставленной цели потребовало решения следующих **основных задач**:

- раскрыть сущность венчурных фондов и их место в системе инфраструктуры высокорисковой инновационной деятельности с учетом их отраслевого предназначения;
- охарактеризовать экономические и организационные аспекты формирования венчурных фондов в современных условиях хозяйствования;
- определить современные тенденции и проблемы организации венчурных фондов в России;
- исследовать механизм управления венчурными фондами в аспектах планирования, управления и контроля операций инвестируемых ими предприятий;
- выявить особенности экономических отношений между участниками процесса венчурного инвестирования;
- уточнить в системе оценочных показателей механизм управления венчурными фондами, функционирующими в российских условиях;
- определить направления развития регионального венчурного инвестирования в отраслевом и корпоративном аспектах.

Объектом исследования стал процесс формирования и функционирования венчурных фондов как инфраструктурных элементов российской инновационной системы.

Предметом исследования являются экономические и организационные отношения между участниками процесса венчурного инвестирования, складывающиеся в системе управления венчурным фондом.

Теоретической и методологической основой послужили фундаментальные концепции и гипотезы, представленные в классических и современных исследованиях зарубежных и отечественных ученых; программные, прогнозные разработки по изучаемой проблеме государственных органов власти и научно-исследовательских коллективов; указы Президента Российской Федерации, постановления Правительства Российской Федерации, федеральные и региональные программы и нормативно-методическая документация, использованные автором для выявления закономерностей становления и развития венчурных фондов в российской экономике. В рамках общего системного подхода к исследованию проблемы использован инструментарий исторического, логического, аналитического методов, приемы экономико-статистического анализа, экспертного прогнозирования.

Информационно-эмпирической базой для обоснования концептуальных положений, обеспечения достоверности предложений и рекомендаций стали данные Федеральной службы государственной статистики, отчетные и аналитические документы администрации Волгоградской области, материалы отчетности ряда венчурных фондов, а также личные наблюдения и расчеты автора.

Основные положения диссертационного исследования, выносимые на защиту:

1. Венчурные фонды становятся значимым элементом инфраструктуры национальной инновационной системы, осуществляя инвестирование деятельности ее важнейших звеньев – высокорисковых малых инновационных компаний (венчурных предприятий) на стадии их начального роста. Венчурное инвестирование происходит путем прямого вложения аккумулированных средств в уставные капиталы венчурных предприятий либо включения активов последних в состав имущества венчурного фонда в обмен на долю в акционерном капитале. Функционирование венчурного фонда способствует мультиплицированию размеров венчурного капитала в результате роста стоимости инвестируемой компании.

2. Основными составляющими механизма управления венчурным фондом являются: а) субъекты венчурного инвестирования – владельцы инвестиционных паев, управляющая компания венчурного фонда, специализированный депозитарий, регистратор, банк и малое инновационное предприятие; б) объекты управления – экономические и организационные отношения между субъектами механизма; в) совокупность выработанных управляющей компанией методов (способов), инструментов, стимулов, ресурсов и их источников, эффективное использование которых создает основу для развития деятельности предприятий-реципиентов и увеличения их капитализации. Введение финансового планирования в систему управления венчурным фондом становится действенным способом координации и контроля функционирования инвестируемых предприятий и обеспечивает эффективность всей деятельности венчурного фонда.

3. Действие механизма управления венчурным фондом должно обеспечивать надежный контроль управляющей компании венчурного фонда над оперативно-хозяйственной и финансовой деятельностью предприятий-реципиентов с целью максимизации их стоимости и последующей продажи доли собственности в инвестируемых предприятиях. Эффективное управление венчурным фондом требует от управляющей компании разработки единых стандартов и норм управления для всех инвестируемых компаний, обеспечивающих сокращение производственных, торговых, маркетинговых и прочих издержек; общей налоговой и финансово-кредитной политики; единого механизма контроля финансовых ресурсов инвестируемых компаний.

4. Основное содержание менеджмента венчурного фонда составляют планирование, управление и контроль портфеля инновационных проектов инвестируемых инновационных компаний. Формирование портфеля целесообразно осуществлять на основе принципов: *селективного управления* – составления инновационных проектов инвестируемых компаний в приоритетных отраслях; *целевой ориентации* – установления взаимосвязей между потребностями фонда в проектах и возможностями их осуществления; *обеспеченности* – снабжения компании-реципиента финансовыми, информационными и материальными ресурсами, необходимыми и достаточными для реализации инновационного проекта; *вариативности* –

выбора и обоснования финансирования венчурным фондом инновационного проекта в результате сопоставления альтернативных вариантов.

5. Развитию инвестиционной деятельности венчурных фондов препятствуют: недостаточная проработанность экономического обоснования бизнес-планов венчурных проектов; низкая квалификация менеджеров-экономистов в венчурных фондах; отсутствие государственных гарантий венчурного капитала; отсутствие минимизации налогообложения венчурных инвестиций; низкая эффективность функционирования механизма защиты интеллектуальной собственности. Для преодоления названных проблем требуются адаптация действующего хозяйственного законодательства к особенностям механизма функционирования венчурных фондов и инвестируемых ими инновационных компаний, реализация государственно-частного партнерства в финансировании венчурных проектов на основе широкого применения зарубежного опыта.

6. Определение направлений развития региональных систем венчурного инвестирования целесообразно осуществлять в отраслевом и корпоративном аспектах. Для отраслевого анализа предложен интегральный показатель привлекательности отрасли или вида экономической деятельности: $P_{ВП}^{интегр.} = \sqrt[3]{P_{ПА} \times P_{ИЗ} \times P_{ПР}}$, где $P_{ПА}$ – ежегодный прирост численности предприятий и организаций по видам экономической деятельности (предпринимательская активность); $P_{ИЗ}$ – отношение объема инновационных товаров, работ и услуг по конкретному виду экономической деятельности к объему инвестиций в основной капитал по тому же виду деятельности (инновационная эффективность); $P_{ПР}$ – индекс производства по видам экономической деятельности (производственная результативность). Корпоративный анализ предполагает исследование каждого проекта по направлениям его проектной реализации: генерация идеи, финансирование проекта, организация производства, производство продукта, институциональное обеспечение.

7. Анализ осуществляемых в России региональных венчурных проектов показал недостаточное развитие *информационного* (обоснование конкурентоспособности венчурного продукта в условиях высокой конкуренции в отрасли), *организационного* (поэтапное планирование и бюджетирование стадий венчурного продукта) и *институционального* (контрактное обеспечение коммерциализации венчурного продукта и правообладание на объекты

интеллектуальной собственности) факторов реализации венчурных проектов. Учет этих факторов обеспечит развитие венчурного предпринимательства в регионе и инфраструктуры региональной инновационной системы.

Научная новизна полученных результатов состоит в следующем:

- обоснована роль венчурных фондов как источника венчурного капитала для финансирования деятельности венчурных инновационных компаний на стадии начального роста и как необходимых элементов инфраструктуры национальной инновационной системы;

- осуществлена модификация традиционного подхода к организации процесса венчурного инвестирования, заключающаяся в обосновании привлечения финансовых инструментов управления венчурным капиталом, направленных на повышение эффективности реализации инновационного продукта и рост капитализации инвестируемого предприятия;

- разработан методологический подход к формированию механизма управления венчурными фондами как совокупности методов, инструментов, стимулов, ресурсов (организационных, финансово-экономических, методических и аналитических) и их источников, использование которых создает основу для развития деятельности предприятий-реципиентов и увеличения их капитализации;

- выявлены особенности функционирования венчурного фонда как субъекта управления инвестиционными паями, заключающиеся в планировании и реализации портфеля инновационных проектов инвестируемых компаний на принципах селективного управления, целевой ориентации, обеспеченности и вариативности;

- предложен интегральный индекс привлекательности для венчурного инвестирования, отражающий ежегодный прирост численности предприятий и организаций по видам экономической деятельности, отношение объема инновационных товаров, работ и услуг по конкретному виду экономической деятельности к объему инвестиций в основной капитал по тому же виду деятельности, индекс производства по видам экономической деятельности;

- аналитически обоснованы наиболее привлекательные отраслевые направления российского венчурного инвестирования: информационные технологии и телекоммуникации, биотехнология и фармацевтика, энергетика и энергосбережение;

– доказана обязательность учета при разработке и осуществлении региональных венчурных проектов *информационного* (обоснование конкурентоспособности венчурного продукта в условиях высокой конкуренции в отрасли), *организационного* (поэтапное планирование и бюджетирование стадий венчурного продукта) и *институционального* (контрактное обеспечение коммерциализации венчурного продукта и правообладание объектами интеллектуальной собственности) факторов их реализации.

Теоретическая и практическая значимость работы. Теоретическая значимость диссертационного исследования определяется развитием теоретических основ управления финансово-корпоративными отношениями между участниками процесса венчурного инвестирования как фактора формирования национальной инновационной системы. Практическая значимость проведенного исследования состоит в том, что предложенный в диссертации механизм управления может быть применен венчурными фондами для повышения эффективности взаимодействия с инвестируемыми ими компаниями.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования были представлены и получили положительную оценку научной общественности на конференциях: XI региональной конференции молодых исследователей Волгоградской области (Волгоград, 2006 г.); научно-практических конференциях «Стратегия и тактика управления предприятием в переходной экономике (Волгоград, 2007–2008 гг.); научно-практических конференциях профессорско-преподавательского состава, аспирантов и студентов Волгоградского государственного университета (Волгоград, 2007; 2009; 2010 гг.); ежегодных научных конференциях студентов и аспирантов базовых кафедр Южного научного центра РАН (Ростов-на-Дону – Волгоград, 2008–2010 г.).

Теоретические и практические разработки, основные положения, подходы и методы, содержащиеся в диссертационном исследовании, используются в деятельности Управления инвестиционного и инновационного развития Комитета экономики администрации Волгоградской области в процессе разработки и совершенствования механизма инвестиционного обеспечения инновационного развития Волгоградской области, а также в Волгоградском государственном университете при преподавании курсов «Управление проектами», «Инновационный менеджмент», «Финансовый менеджмент», «Менеджмент».

Публикации. Основные положения исследования нашли отражение в 15 научных работах, общим объемом авторского текста 4,1 п.л., в числе которых 5 публикаций в изданиях, рекомендованных ВАК.

Структура работы. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка, включающего 186 наименования, приложения. Общее количество таблиц и рисунков соответственно 13 и 10, объем работы – 216 страниц.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ,

ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Роль венчурного капитала в развитии современного венчурного предпринимательства. Венчурный капитал можно охарактеризовать как экономический инструмент, ориентированный на сферу высокотехнологичного и высокорискового малого инновационного бизнеса, используемый для инвестирования инновационных проектов с высоким прогнозным доходом и включаемый в капитал предприятий, находящихся на стадии начального и раннего роста, как правило, в форме участия в их уставном капитале. Венчурное предпринимательство, содействуя созданию новых и модернизации действующих производств на основе использования достижений науки и техники, является фактором развития и поддержки реального сектора экономики, ускорения развития частного инновационного предпринимательства, формирования национальной инновационной системы.

Основу венчурного бизнеса составляет деятельность венчурных предприятий, а реализация предлагаемых ими венчурных инновационных проектов становится возможной благодаря венчурным инвестициям, осуществляемым на начальной стадии венчурными фондами или компаниями венчурного капитала (*рис. 1*). Как показано на *рис. 1*, разграничение стадий развития предприятия позволяет четко представить, на каких этапах этого процесса венчурные инвесторы предпочитают вкладывать свои инвестиции в инновационные предприятия.

Для венчурного предпринимательства характерно соотношение «3–3–3–1», когда на 10 инвестированных компаний 3 – неудачны, 3 – приносят умеренную доходность, 3 – высокодоходны, а 1 – сверхдоходна, ее прибыль покрывает издержки, связанные с неудачным инвестированием.

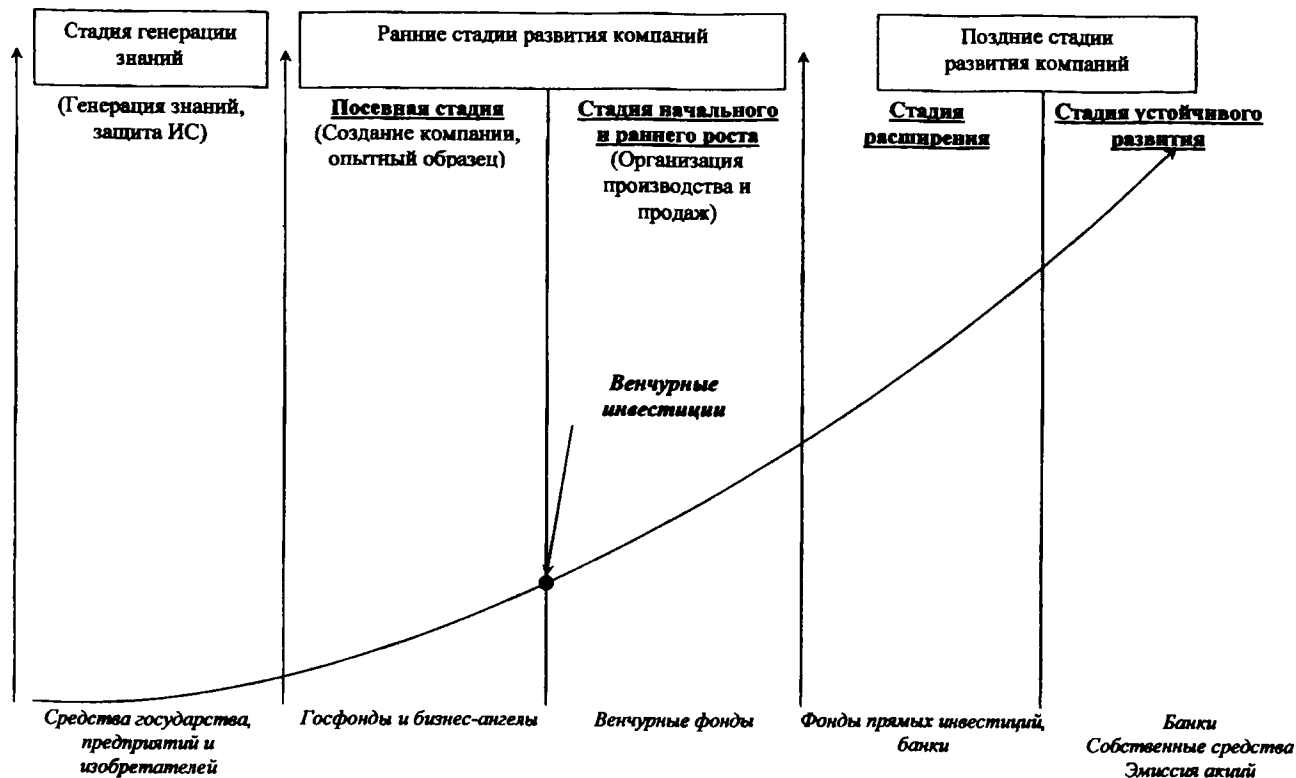


Рис. 1. Финансовые источники инновационного предприятия на различных стадиях его развития

Венчурные фонды как элементы инновационной инфраструктуры, обеспечивающие развитие инновационных компаний. Основными субъектами российской инновационной системы являются бизнес-ангелы и венчурные фонды. «Бизнес-ангелы» – это состоятельные лица, как правило, профессионалы с опытом работы в бизнесе: удачливые предприниматели, высокооплачиваемые специалисты в области бизнеса, занимающие высшие должности в крупных компаниях. Бизнес-ангелы инвестируют свои средства в компании, находящиеся на посевной стадии, когда происходит только создание компании, а венчурные инвесторы – на начальной стадии роста, когда компании демонстрируют первый опыт продаж своего продукта. При общей цели рискованного инвестирования существует ряд особенностей, отличающих сектор бизнес-ангелов от венчурных инвесторов:

- при очень высоких рисках и небольших объемах инвестиций бизнес-ангелам часто выгодно инвестировать поодиночке, не объединяя капиталы в крупный пул под управлением компании;

- действия бизнес-ангела меньше привязаны к формальным финансовым показателям компании-реципиента и в большей степени зависят от качества роста проекта и взаимоотношений между инвестором и предпринимателем;

- решения бизнес-ангела об инвестировании в меньшей степени опираются на формализованную процедуру оценки венчурных проектов, чем решения венчурных капиталистов;

- соглашения и контракты об инвестициях в компанию между бизнес-ангелом и реципиентом значительно проще, чем в случае венчурного инвестирования.

Под венчурным фондом понимается объединение капитала юридических и физических лиц как с образованием, так и без образования юридического лица, предоставляющее управляющим компаниям венчурный капитал. Цель фонда – рост капитализации компаний-реципиентов и получение прибыли от продажи долей в компаниях на «выходе» тремя способами: через фондовый рынок посредством первоначального публичного предложения (IPO) – продажи акций проинвестированной компании на бирже; через продажу доли венчурного инвестора другому инвестору (фонду прямых инвестиций или

стратегическому инвестору); через выкуп доли инвестора менеджментом (МВО), в т.ч. через привлечение заемных средств (LBO). В настоящее время в России согласно действующему законодательству венчурное инвестирование осуществляется путем формирования венчурных фондов, принимающих две организационно-правовые формы: простого товарищества (ПТ) и венчурного закрытого паевого инвестиционного фонда (ЗПИФ).

Как показывает российская практика, для отечественных и зарубежных венчурных инвесторов такая форма венчурного фонда, как ЗПИФ, более понятна и поэтому более предпочтительна, чем ПТ.

Основными преимуществами ЗПИФ выступают: сертифицированный Федеральной службой по финансовым рынкам России состав специалистов и наличие специальной лицензии управляющей компании; информационная прозрачность и наличие государственных специализированных органов контроля за деятельностью фонда (табл. 1).

Таблица 1

Характеристика основных субъектов процесса управления венчурным ЗПИФ

Субъект управления венчурным фондом	Характеристика субъекта
Управляющая компания	Лицензированная организация, осуществляющая доверительное управление фондом. Действует в интересах пайщиков, приобретает активы в имущество фонда или продает их из него. Управляющая компания разрабатывает инвестиционную стратегию фонда и выбирает ценные бумаги и иные активы для фонда.
Специализированный депозитарий	Хранит и учитывает приобретенные активы фонда и контролирует все операции с имуществом фонда. Без согласия спецдепозитария управляющая компания не может совершить ни одной сделки с активами фонда.
Регистратор	Ведет учет владельцев инвестиционных паев фонда в реестре фонда. Любая операция с паями, связанная с покупкой, погашением, обменом и другими операциями, приводящая к изменению прав пайщика на долю имущества фонда, учитывается в реестре.
Банки и другие финансовые посредники	Осуществляют прием заявок на приобретение, обмен и погашение паев фонда.
Аудитор	Обеспечивает обязательную ежегодную проверку финансово-хозяйственной деятельности, а также правильность ведения учета и отчетности управляющей компании.
Андеррайтер	Оказывает сервисное брокерско-дилерское обслуживание своих клиентов.

Андеррайтер и управляющая компания венчурного ЗПИФа обеспечивают взаимодействие венчурного капитала с фондовым рынком. Продав долю в капитале предприятия (по максимальной цене его рыночной капитализации), управляющая компания трансформирует неденежные активы фонда в денежные средства, которые затем поступают на персональные счета венчурных пайщиков в случае погашения пая и закрытия фонда. Покупатели акций предприятия в свою очередь становятся его стратегическими или портфельными инвесторами, которым ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве. В целях диверсификации рисков инвесторы одновременно могут быть пайщиками различных венчурных фондов. Фонды позволяют вкладывать средства нескольких (зачастую одних и тех же) инвесторов во многие предприятия сразу (см. рис. 2).

Современные тенденции и проблемы организации венчурных фондов в России. К концу 2010 года число управляющих компаний, осуществляющих свою деятельность в сфере венчурного инвестирования на территории РФ, достигло 110. Совокупный объем капиталов, аккумулированный в фондах, работающих на российском рынке венчурного инвестирования, достиг 16,8 млрд. долл. Для сравнения, на начало 2009 г. в Российской Федерации функционировало 105 управляющих компаний, а объем капитала под управлением всех фондов на российском рынке прямого и венчурного инвестирования достиг уровня 15,2 млрд. долл. Половина всех привлеченных за 2008 г. средств приходилась на долю трех самых крупных из вновь созданных в 2008 г. фондов. При этом общая сумма инвестиций в российские компании в 2008 г. составила 1,5 млрд. долл., что в 1,5 раза больше, чем за 2007 г. Объем инвестиций на венчурной стадии более чем в 1,5 раза превысил аналогичный показатель 2007 г, в то время как доля инвестиций на венчурных стадиях в общем объеме вложенных средств осталась примерно на том же уровне, что и в 2007 г.

Число венчурных фондов и объем привлекаемого венчурного капитала в стране в целом возрос, но в российских условиях наблюдается острый недостаток инновационных проектов, в которые можно было бы инвестировать.

Основными проблемами венчурного сектора российской экономики



Рис. 2. Организация среды венчурного инвестирования

являются: отсутствие взаимодействия между основными элементами российской инновационной инфраструктуры; низкая эффективность функционирования механизма защиты интеллектуальной собственности; недостаточность экономического обоснования бизнес-планов венчурных проектов; низкая квалификация менеджеров-экономистов в венчурных фондах; практическое отсутствие государственных гарантий венчурного капитала; недостаточность преференций в налогообложении венчурных инвестиций; высокий уровень коррупции в государственных органах управления финансами.

Осуществление государством эффективной политики в сфере венчурных инвестиций, направленной на решение указанных выше проблем, а также создание и внедрение в практику реального механизма государственно-частного партнерства станут решающими факторами перехода отечественной экономики на качественно новый этап инновационного развития.

Организация системы функционирования венчурного фонда с позиции планирования, управления и контроля инвестируемой компании. Базовыми признаками функционирования венчурных фондов являются следующие: управляющая компания венчурного фонда держит пакеты акций (доли в учредительном капитале) инвестируемых предприятий, не располагая собственными производственными мощностями; управляющая компания венчурного фонда контролирует инвестируемые компании с помощью их акций (доли в уставном капитале), которыми она владеет; управляющая компания формирует единые стандарты и нормы управления для всех инвестируемых компаний: экономия на торговых, маркетинговых и прочих услугах; единая налоговая и финансово-кредитная политика; варьирование финансовыми и инвестиционными ресурсами компаний.

При организации и осуществлении процесса управления венчурным фондом принципиальное значение имеет вопрос о разграничении функций между венчурным фондом и инвестируемыми компаниями.

Специфика финансовых отношений в венчурном фонде определяется механизмом взаимодействия управляющей компании венчурного фонда и инвестируемых инновационных предприятий, включающим в себя следующие основные элементы: отношения по осуществлению контроля использования интеллектуальной собственности; финансово-кредитные отношения, в т.ч. взаимодействия по минимизации налоговых платежей, взаимодействия в

инвестиционной сфере; отношения, связанные с производством и реализацией готовой продукции; отношения по вопросам осуществления единой научно-технической политики.

Основные характеристики функционирования венчурных фондов с позиции планирования, управления и контроля инвестируемых компаний:

- значимый контроль деятельности, обеспечиваемый долей в собственном капитале;
- минимизация и устранение рисков;
- увеличение размеров производства и сбыта; достижение высокой эффективности движения капитала; амортизация негативного воздействия государства на инвестируемое предприятие;
- унифицированная маркетинговая политика и единая финансовая отчетность инвестируемых предприятий посредством внедрения информационных технологий в инвестируемые предприятия;
- оптимизация производственных мощностей;
- обеспечение устойчивости к воздействию внешних факторов, возможность достичь большей капитализации;
- контроль большей доли инновационного рынка (за счет разнотраслевой направленности инвестируемых компаний) при сохранении единого контроля за всеми;
- экономия на производственных, торговых, маркетинговых и прочих издержках, возможность распределять издержки между инвестируемыми компаниями, сокращать потери, экономить средства за счет использования единого управленческого менеджмента;
- оптимальное перераспределение средств через единый финансовый центр с целью поддержки бесприбыльных, но необходимых для развития инновационного бизнеса компаний.

Управление венчурным фондом на основе методов планирования и бюджетирования. Деятельность венчурного фонда сопряжена с образованием большого количества внутренних и внешних финансовых и организационных связей. Важным аспектом современного управления является развитие концепции управления финансовыми потоками хозяйствующих субъектов. Практика показывает, что именно контроль над финансовыми потоками позволяет венчурному фонду управлять инвестируемым предприятием. Решения

финансового значения, определение стратегических целей находятся всецело в компетенции руководителей управляющей компании венчурного фонда.

Основные направления совершенствования управления венчурным фондом на основе методов планирования и бюджетирования:

- планирование прибыли с разбивкой по номенклатуре продукции и срокам инвестируемыми компаниями; увязывается с планами капиталовложений за счет централизованных ресурсов венчурного фонда;
- оптимизация распределения ресурсов между инвестируемыми компаниями на основе анализа эффективности их деятельности, оценки стратегических целей и перспектив;
- выбор оптимального варианта путем целенаправленного перебора параметров; венчурным фондом просчитываются различные сценарии развития инвестируемого предприятия;
- использование оптимальной схемы финансирования и методов налогового планирования;
- использование в качестве обобщающего критерия эффективности «ожидаемого чистого выигрыша», равного разности между дисконтированной стоимостью будущих доходов и ценой венчурных инвестиций, вкладываемых в предприятие.

Процесс финансового управления венчурным фондом осуществляется в соответствии со следующим алгоритмом. На основании прогноза деятельности инвестируемых предприятий на базе имеющихся мощностей определяется поток чистых доходов. С их помощью прогнозируются размеры инвестиционного потенциала предприятий. Далее определяется номенклатура инновационных проектов. Ресурсы распределяются между инвестируемыми предприятиями. Данные об инвестициях включаются в финансовые планы предприятий, куда вносятся соответствующие поправки. По результатам прогнозов нескольких подобных циклов можно составлять долгосрочные планы развития венчурного фонда.

Основными особенностями, влияющими на перераспределение ресурсов внутри венчурного фонда, являются: производственные особенности инвестируемых предприятий; организационная структура построения деятельности венчурного фонда и финансовая взаимосвязь между инвестируемыми предприятиями; организационная структура управления в самом венчурном фонде.

Решения о распределении прибылей, инвестиций и резервов между инвестируемыми предприятиями принимаются на основе применения декомпозиционного анализа по методу компании Дюпон, в основе которого лежит доктрина Return on Investment (ROI), т.е. анализ доходности предприятий в расчете на ее собственный капитал.

Управление проектами венчурного фонда должно базироваться на принципах *селективного управления* (составление проектов по приоритетным направлениям развития), *целевой ориентации* (установление взаимосвязей между потребностями в проектах и возможностями их осуществления); *обеспеченности* (снабжение инвестируемой компании финансовыми, информационными и материальными ресурсами), *вариативности* (выбор и обоснование включения венчурного проекта в портфель фонда в результате сопоставления альтернативных вариантов) (рис. 3).

Для апробирования результатов диссертационного исследования автором был разработан венчурный проект для волгоградской компании ООО «СветПроект». Эксперты управляющей компании «НИОКР капитал партнерз» Волгоградского областного венчурного фонда провели оценку вероятности наступления неблагоприятных событий рассматриваемого венчурного проекта. Венчурный проект «Разработка и производство энергосберегающих инновационных светильников» был признан устойчивым и готовым к реализации.

Отраслевой и корпоративный аспекты развития региональной системы венчурного инвестирования. Анализ условий, возможностей и особенностей, характерных для развития региональных систем венчурного инвестирования, проводился в двух аспектах – *отраслевом и корпоративном*. В рамках отраслевого аспекта было выделено два подхода: эмпирический и аналитический (рис. 4).

В контексте исследования *отраслевого аспекта* развития региональных систем венчурного инвестирования был проведен эмпирический анализ деятельности крупнейшего в Российской Федерации венчурного фонда – «Российской венчурной компании» (РВК), который позволил выявить наиболее привлекательные для венчурного инвестирования отрасли: фармацевтику и медицину, информационные технологии и промышленное производство.



Рис. 3. Основные этапы процесса венчурного инвестирования

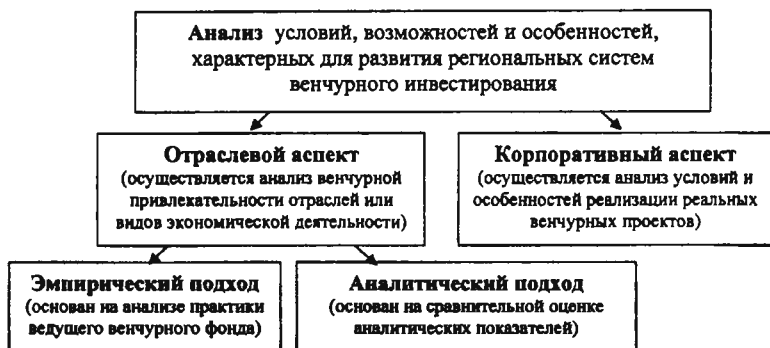


Рис. 4. Схема анализа систем венчурного инвестирования

В работе предложено осуществление оценки венчурной привлекательности отрасли или конкретного вида экономической деятельности по следующим показателям (аналитический подход):

- предпринимательская активность;
- инновационная эффективность;
- производственная результативность.

В качестве показателя предпринимательской активности в диссертации рассматривается ежегодный прирост численности предприятий и организаций по видам экономической деятельности ($\Pi_{ПА(i)}$, формула 1).

$$\Pi_{ПА}(i) = \frac{Ч_{орг}(i)}{Ч_{орг}(i-1)}, \quad (1)$$

где $Ч_{орг}$ – численность предприятий и организаций по конкретному виду деятельности в i -ый период.

Показателя инновационной эффективности рассматривается отношение объема инновационных товаров, работ и услуг по конкретному виду экономической деятельности к объему инвестиций в основной капитал по тому же виду деятельности ($\Pi_{из}$, формула 2). Показатель инновационной эффективности, таким образом, показывает, сколько инновационной продукции выпускается в конкретной отрасли на один рубль инвестиций в основной капитал.

$$\Pi_{ИЭ}(i) = \frac{O_{ИТ}(i)}{I_{ОК}(i)}, \quad (2)$$

где $O_{ИТ}$ – объем инновационных товаров, работ и услуг по конкретному виду экономической деятельности, $I_{ОК}$ – инвестиции в основной капитал по тому же виду деятельности.

Для показателя производственной результативности по отдельным видам экономической деятельности $\Pi_{ПР}$ в работе выбран индекс производства по этим видам деятельности. Показатель $\Pi_{ПР}$, измеряемый в процентах, находился на конец i -го года для конкретного вида экономической деятельности в статистических сборниках.

Венчурную привлекательность конкретной отрасли или отдельного вида экономической деятельности в работе предлагается оценивать *интегральным показателем венчурной привлекательности* ($\Pi_{ВП}$, формула 3), рассчитывая его как среднюю геометрическую величину от произведения отдельных показателей ($\Pi_{ПА}$, $\Pi_{ИЭ}$, $\Pi_{ПР}$).

Таким образом, интегральный показатель венчурной привлекательности будет рассчитываться по формуле:

$$\Pi_{ВП}^{интегр.} = \sqrt[3]{\Pi_{ПА} \times \Pi_{ИЭ} \times \Pi_{ПР}}. \quad (3)$$

Значение интегрального показателя венчурной привлекательности различных видов экономической деятельности было рассчитано за 3 года (2007–2009 гг.), что позволило провести ранжирование и сделать выводы об их привлекательности для венчурного инвестирования: производство транспортных средств и оборудования, химическое производство; ИТ-отрасль, которую по российскому классификатору видов экономической деятельности можно идентифицировать как производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования; производство машин и оборудования; производство кокса и нефтепродуктов; производство резины и пластмассовых изделий. Результаты отраслевого анализа сферы ИТ-технологий, фармакологии (как составная часть химического производства) и отдельных видов промышленного производства с использованием эмпирического и

аналитического подходов совпадают, что дает основание рассматривать комплексное использование обоих подходов, как эффективный инструмент отраслевого анализа инвестиционной привлекательности.

В рамках *корпоративного аспекта* развития региональных систем венчурного инвестирования был проведен анализ содержания характерных проектов, осуществляемых на основе венчурного инвестирования. Внимание обращалось на выявление особенностей реализации венчурных проектов на различных этапах их выполнения. Каждый проект исследовался по следующим направлениям проектной реализации: генерации идеи, финансирования проекта, производства продукта, организации производства, институционального обеспечения.

Анализ данных по региональным венчурным проектам позволил сделать вывод, что для различных перечисленных выше направлений их реализации характерны особенности, связанные с недостаточностью развития информационных (отсутствует обоснование конкурентоспособности венчурного продукта в условиях высокой конкуренции в отрасли), организационных (отсутствует поэтапное планирование и бюджетирование стадий венчурного продукта, венчурный проект рассматривается как новое производство) и институциональных (отсутствует контрактное обеспечение коммерциализации венчурного продукта, отсутствует правообладание на объекты интеллектуальной собственности) условий, ресурсов и факторов.

Полученные выводы, а также разработанные автором типовые Правила доверительного управления Закрытым паевым инвестиционным фондом особо рискованных (венчурных) инвестиций могут быть применены для формирования рекомендаций, программ и сценариев развития венчурного предпринимательства в Волгоградской области и других регионах России по различным отраслям и видам экономической деятельности.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Публикации в журналах и изданиях, рекомендованных ВАК

1. Мосейко, Д.В. Исследование факторного обеспечения этапов венчурного цикла в регионе / Д.В. Мосейко // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3, Экономика. Экология. – 2010. – № 2 (17). – С. 46–51 (0,26 п.л.).
2. Мосейко, Д.В. Развитие инфраструктуры инновационного предпринимательства: адаптация мирового опыта в экономике России / Д.В. Мосейко // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. – 2010. – № 2. – С. 210–212 (0,65 п.л.).
3. Мосейко, Д.В. Возможности развития региональных систем венчурного инвестирования / Д.В. Мосейко // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса. – 2011. – № 3 (16). – С. 124–127 (0,7 п.л.).
4. Мосейко, Д.В. Социально-экономические условия развития региональной системы венчурного инвестирования / Д.В. Мосейко // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2011. – № 4 (38). – С. 99–102 (0,22 п.л.).
5. Мосейко, Д.В. Совершенствование управления венчурным фондом на основе методов планирования и бюджетирования / Д.В. Мосейко // Региональная экономика. Теория и практика. Научно-практический и аналитический журнал. – 2011. – № 35 (218). – С. 60–65 (0,72 п.л.).

Публикации в других изданиях

6. Мосейко, Д.В. Направления развития венчурного инвестирования в РФ / Д.В. Мосейко // XI региональная конференция молодых исследователей Волгоградской области, 8-10 ноября, 2006 г. – Волгоград : Изд-во ВолГУ, 2007. – С. 120–122 (0,088 п.л.).
7. Мосейко, Д.В. Структура и сущность венчурного инвестирования в РФ / Д.В. Мосейко // Стратегия и тактика управления предприятием в переходной экономике: межвузовский сборник научных трудов под ред. Г.С. Мерзликиной, вып.14. – Волгоград : Изд-во ВолГТУ, 2007. – С. 62–64 (0,085 п.л.).
8. Мосейко, Д.В. Условия стабильного функционирования венчурных фондов в России / Д.В. Мосейко // Материалы научной сессии. – Волгоград, 16-30 апреля 2007 г. Выпуск 4: Мировая экономика и финансы. – Волгоград : Изд-во ВолГУ, 2007. – С. 146–148 (0,071 п.л.).
9. Мосейко, Д.В. Роль бизнес-ангел в венчурном предпринимательстве / Д.В. Мосейко // Стратегия и тактика управления предприятием в переходной экономике: межвузовский сборник научных трудов под ред. Г.С. Мерзликиной, вып.16. – Волгоград : Изд-во ВолГТУ, 2008. – С. 82–83 (0,086 п.л.).
10. Мосейко, Д.В. Роль бизнес-ангела в развитии венчурного предпринимательства в регионе / Д.В. Мосейко // IV ежегодная научная конференция студентов и аспирантов базовых кафедр Южного научного центра

РАН: Тезисы докладов (9-18 апреля 2008 г., г. Ростов-на Дону). – Ростов н/Д : Изд-во ЮНЦ РАН, 2008. – С. 285–286 (0,085 п.л.).

11. Мосейко, Д.В. Роль внешнего консультанта в производстве венчурного продукта / Д.В. Мосейко // V ежегодная научная конференция студентов и аспирантов базовых кафедр Южного научного центра РАН: Тезисы докладов (8-27 апреля 2009 г., г. Ростов-на Дону). – Ростов н/Д : Изд-во ЮНЦ РАН, 2009. – С. 299–300 (0,085 п.л.).

12. Мосейко, Д.В. Роль венчурных фондов в развитии инновационной деятельности макрорегиона / Д.В. Мосейко // Материалы научной сессии. – Волгоград, 20-30 апреля 2009 г. Выпуск 5: Мировая экономика и финансы. – Волгоград : Изд-во ВолГУ, 2009. – С. 116–119 (0,3 п.л.).

13. Мосейко, Д.В. Направления развития венчурного предпринимательства в ЮФО / Д.В. Мосейко // Стрелков: научный ежегодник. / под ред. М.М. Загорюлько. Вып. 8. – Волгоград: Издатель, 2010. – С. 27–31 (0,37 п.л.)

14. Мосейко, Д.В. Выявление перспективных областей венчурного финансирования в регионе / Д.В. Мосейко // VI ежегодная научная конференция студентов и аспирантов базовых кафедр Южного научного центра РАН: Тезисы докладов (10-29 апреля 2010 г., г. Ростов-на Дону). – Ростов н/Д : Изд-во ЮНЦ РАН, 2010. – С. 312–313 (0,08 п.л.).

15. Мосейко, Д.В. Развитие инфраструктуры инновационного предпринимательства: адаптация мирового опыта в экономике России / Д.В. Мосейко // Материалы научной сессии. – Волгоград, 26-30 апреля 2010 г. Выпуск 4: Мировая экономика и финансы. – Волгоград : Изд-во ВолГУ, 2010. – С. 410–413 (0,3 п.л.)

10 ≈

Подписано в печать 22.11.2011 г. Формат 60×84/16.
Бумага офсетная. Гарнитура Таймс. Усл. печ. л. 1,25.
Тираж 140 экз. Заказ 384.

Издательство Волгоградского государственного университета.
400062 Волгоград, просп. Университетский, 100.
E-mail: izvolgu@volsu.ru